

并购交易实务之 - 如何处理标的企业的债务

作者：唐江山 张坚键 王若曦

企业在经营过程中，几乎不可避免地产生各种类型的债务。债务问题的关注和处理可能贯穿整个并购交易，甚至延续到交易之后。从并购交易的尽调阶段开始，买方需要摸清标的企业的债务状况，评估每项债务特别是大额负债如何处理。不同性质的债务往往处理方式亦不相同。债权人的既有权利（如对重大交易的同意权、对标的股权的质押权等）、债权人的商业诉求（尽快回收债权或是维护与标的企业的业务关系）、标的企业的资产负债率、买方对标的企业的后续整合和融资计划等，甚至卖方的交易诉求（如免除其对标的企业特定债务的连带担保）等，都可能影响债务的处理方式。标的企业的债务不仅仅影响估值以及交易前后的财务、现金流的规划，也将影响并购交易文件中的陈述保证、交割先决条件、过渡期承诺和违约赔偿等条款，并可能与交易价格的确定和调整机制联动。在实务中，债务的处理涉及买卖双方、标的企业和债权人等多方的权益平衡，在推进交易的时间表中宜早不宜迟。

本文将从并购交易债务处理的原则和常见方式入手，根据债务类型的不同，总结实务应对策略，并探讨标的企业债务与交易价格的关联。希望本文可以对并购当事人处理标的企业的债务问题，有所助益。



并购交易中债务的处理原则和常见方式

并购交易通常分为资产收购和股权收购，资产收购的交易标的一般不包括标的企业的债权债务，除非涉及可被撤销的不合理交易等，否则该等债务通常仍由资产出售方自行清偿。事实上，如果标的企业存在大量债务且处理难度较大时，买方可以考虑采用资产收购的方式，避免继受和处理标的企业的债务。本文的重点将放在股权收购交易中的债务处理上。

股权收购交易中，如无法定或约定事由，原标的企业的债务的清偿主体不会发生变化，仍为原标的企业；当然，从标的企业成为买方并表子公司的意义上说，这也将成为买方的债务。实践中，“**承债式收购**”经常被提及，但这并非一个法定的概念，更多是对这一默认债务处理方式的形象称谓。

在并购交易的债务处理中，双方还应遵循《民法典》和其他相关法律以及交易惯例下的一些原则，如：

- **债权债务转让的一般原则**：债务特殊处理往往涉及债权转让和/或债务转移。除法律规定不允许转让等特殊情形外，债务转移须经债权人同意方可进行，债权的转让则无需债务人的同意，但需通知债务人，未通知债务人的，该转让对债务人不发生效力；
- **债权人保护原则**：特殊情形下，债务处理可能涉及标的企业放弃其债权或债权担保（如标的企业对卖方享有的债权的处理）。这种情形下，如无合理商业目的，可能被认为侵害债权人的利益；在标的企业因此未来无法偿还债务时，可能面临其债权人对相关行为行使撤销权。
- **债权债务的“相对性”原则**：除非与债权人达成新的协议，否则买卖双方和标的企业之间的约定，比如卖方或者买方向对方承诺对特定的标的企业债务进行“兜底”，或者买方在卖方/标的企业未如实披露某项债务时而向卖方进行追索，该等约定仅约束合同当事人，并不影响债权人向原始债务人要求实现其债权。

在并购实务中，很多债务并非按默认原则由标的企业继续承担，根据债务性质、债权人诉求和买卖双方的商业谈判，债务处理的方式多种多样：

1. **提前清偿**：标的企业在交易完成时或之前提前清偿债务，典型的情形是债权人基于相关合同约定的“**控制权变更**”或“**债务加速到期**”等条款要求债务人立即偿还债务，亦可以由债务人依据“**自愿提前还款**”条款而主动提前清偿。约定有“控制权变更”等条款的相对方多为银行等金融机构或重要业务合作方，因为银行的授信或相关方的业务合作往往基于标的企业的现有管理层或控股股东。

“控制权变更”等条款是法律尽职调查的重点内容。境内金融机构的贷款协议中的“控制权变更”和“债务加速到期”条款往往约定得非常宽泛。常见的“控制权变更”事件包括实际控制人或控股股东变更，还可能包括公司股权结构变化、股权转让、发生重大事项（但重大事项又无明确定义）等事项。此外，境内金融机构的贷款协议中通常也会约定“**交叉违约**”条款，范围通常包括金融机构债务，但也可宽泛地包括所有合同债务。并购当事人可能需要综合评估并购交易触发“控制权变更”或“债务加速到期”的可能性以及通过“交叉违约”条款可能触发

加速到期的其它债务情况从而判断因并购交易而触发提前清偿的债务总体情况。

2. 债务承担：在买方不希望标的企业继续承担某项债务时，卖方或其关联方可能被要求成为继受债务人，与债权人和标的企业签订债务转移协议，取代标的企业成为新的债务人。当债权人对继受债务人的资信能力不满意时，可能不会同意这种债务承担，或者要求额外的担保措施。在触发提前清偿条款的情况下，债权人可能会要求买方（往往资信能力更高）提供连带保证或其他担保措施才愿意按照原约定期限还款。

3. 债权转让：作为一项债务处理方式，买方或其关联方可能向债权人购买对标的企业的债权，债权人收到买方支付的债权转让对价、退出债权债务关系，买方成为标的企业新的债权人。一种典型的情形是，在卖方对标的企业有大额应收但标的企业无法尽快还款的情况下，卖方在出售股权的同时将其对标的企业的债权转让给买方，实现卖方的完全退出。

4. 再融资（Refinance）：在并购交易完成的前后，买方主导对标的企业进行再融资完成借新还旧，并实现债务被延期或者获得更优贷款条款的目的。买方亦可能选择对标的企业进行增资，或同步进行股权融资的方式来引入资金，处理在前的债务。

5. 债务重组：为争取债权人对并购交易的支持和配合，买卖双方、标的企业与债权人协商一致达成债务清偿的新的条款和条件。债务重组的方式可能包括：债务展期、削减利息、补充提供增信、将债权人对标的企业的债权转为股权等。广义的债务重组还可包括前述列举的债务承担、债权转让和再融资等方式。

6. 代为清偿：即买方或其关联方代标的企业向其债权人清偿债务。如果标的企业已出现财务困境，无法清偿到期债务，债权人可能要求买方或其关联方向其先行清偿债务。从防控买方风险的角度，应通过交易机制的设置确保代为清偿不早于股权交割进行，以免代偿后交割无法完成。

二

并购交易典型债务的实务处理

标的企业典型的债务包括供应商欠款、金融机构借款、工程款和关联方欠款等。广义的债务还包括员工工资、应缴税款等。不同的债务类型各有特点，在并购交易中的处理也有不同的考虑和惯用处理方式，我们在此聚焦以下几个典型的债务类型进行分析。

1. 供应商欠款

供应商欠款是标的企业日常运营产生的债务，是持续性的，也是不可或缺的。因此，供应商欠款的处理不能影响原材料供应，标的企业往往需要按约正常清偿债务。

很多时候，供应商除了希望标的企业可以按期支付货款外，也希望维持其与标的企业的客户关系，因此愿意在账期等安排上采取灵活性，即便在合同层面有终止供应的权利，也不会立即行使。当然，对于处于强势地位的供应商而言，标的企业也许并没有商议欠款清偿安排的能力，关键的供应商可能关系到标的企业的持续经营，其停止供货可能对标的企业的生产构成重大不利影响。不排除供应商会评估标的企业在被收购后的履约能力，并要求提供买方的资信能力证明文件，甚至提出新的供应条款。如发生该等情况，买方需要评估公司现金流和卖方关键供应商的欠款问题，针对一般供应商和卖方关键供应商给出不同的方案。

2. 金融机构贷款

金融机构贷款是金融机构基于对借款人资信状况的评估向借款人发放的贷款，一般会要求借款人或其关联方提供担保等增信措施。借款人通常需要和金融机构签订格式的金融借款合同，包含前述提到的“控制权变更”条款等贷款人保护条款、各种财务和其他贷后承诺条款等，并向金融机构提供信用保证、股权质押、应收账款质押、不动产抵押等形式的增信。有时候标的企业并不是金融机构贷款的借款人，但作为保证人或者担保物的所有人提供了增信，在借款人为非并购标的的情况下，该等增信措施仍然需要进行处理。

金融机构贷款一般金额较大，对企业的束缚较多，而且贷款人比较强势，在并购交易中，常常需要对每笔金融机构贷款做特别安排，包括提前还款、再融资以及展期、补充担保等债务重组。在金融机构贷款的处理过程中，经常会碰到一些共性问题：

- **交易标的股权受制于股权质押**：如果卖方的标的股权已经质押给金融机构，交易完成前需完成股权质押的解除和注销登记，并且需要金融机构的配合。如果此前贷款能够提前偿还，金融机构的配合并不是问题，但在贷款继续存续的情况下，需要金融机构同意暂时解除质押并在股权转让登记完成后立刻重新质押，提供阶段性替代担保措施，或者通过提供其他担保措施来彻底解除质押。实操中，债权人希望其债权始终受足够担保措施的保护，在银行贷款获得清偿前，银行内控很难接受解除股权质押，这就需要交易律师在熟悉地方市监局实践操作的基础上，制订完善的执行方案，确保股权注销登记、股权转让登记和新的股权质押登记尽可能同时办理，以争取银行的支持和配合。

- **需要获得金融机构对交易的同意函**：金融机构对并购类交易通常有合同上的同意权，因此获得金融机构的同意通常是不可缺少的交易程序。在与金融机构就贷款的处理达成一致前，金融机构并不会给予同意。需要注意的是，随着金融机构的监管趋于严格，银行等金融机构出于内控和流程原因，有可能难以出具书面的同意，这就需要交易各方的共同努力以获得尽可能明确的同意表示。此外，金融机构可能会要求标的企业、买方和/或卖方先向其出具承诺函等文件，对交易进行说明并就贷款处理的相关安排进行承诺，亦有可能要求标的企业或相关方签署新的贷款/担保协议。
- **不动产抵押担保的处理**。在存在金融机构贷款的情形下，标的企业的不动产（如厂房和在建工程等）往往会抵押给金融机构，在贷款已经逾期时，金融机构可能已提起法律程序并申请查封、扣押了厂房和在建工程，厂房和在建工程面临被拍卖、变卖的风险。如果相关不动产为标的企业经营所必需，则需要作为贷款处理的一部分，与金融机构进行一揽子安排。当然，不动产仅仅处于抵押状态并不影响企业运营，也无需在交割完成时要求解抵押，维持抵押安排可以给贷款处理争取更多有利于标的企业的空间。
- **卖方对贷款的现有担保措施的处理**。如果卖方或其关联方对标的企业的债务提供了连带保证或其他形式的担保，往往会要求在交割时即能解除相关担保，这可能给贷款处理带来复杂度，并涉及交易各方以及金融机构之间的多方博弈。交易各方可能需要确定替代性的担保方案，并令金融机构满意。

3.工程款

工程欠款通常具有如下特点：（1）金额较高，可能是标的企业最大的单笔债务之一，在并购交易中需要予以关注并处理；（2）在工程合同的谈判中，发包人（即标的企业）一般处于优势地位。一般而言，标的企业的股权变更并不影响由标的企业继续承担工程款的支付义务；（3）发包人和承包人时常就施工合同的履行（如工程款计算、工程质量和工期等）发生争议，甚至进入法律程序。

如果标的企业存在未结的大额工程款纠纷，买方可以考虑将争议的和解作为交割先决条件，或者约定最终判决或裁决、和解的金额超出事先约定上限的由卖方承担，并要求预留部分收购价款作为一项交易保护措施。

4.关联方欠款

在并购交易中，时常需要处理标的企业的关联方欠款问题。企业运营中，与关联方之间往往会发生各种资金往来或拆借，这些往来款可能并不会书面的协议，仅能通过标的企业的账面和资金流水反映，需要在财务尽职调查中予以关注。

在关联方欠款的处理上，并购交易双方的利益既有一致的地方也有冲突。双方都会希望标的企业与卖方或卖方的关联方之间的债权债务可以统一归集，并进行抵销。同时，卖方会希望标的企业对其的欠款（抵销后净额）可以不迟于交割即获清偿，而买方可能希望关联方欠款可以展期，减轻标的企业的资金压力。除了在交割时清偿或展期到交割之后，对卖方或其关联方的欠款还有以下方式：

- **债权收购**：即买方在股权转让交易的同时收购卖方或其关联方对标的企业的债权。不过，由于是债权转让行为，该等债权转让对价可能难以计入买方的股权收购成本或税基。对境外的买方而言，债权收购也会存在额外的外汇登记程序和难度。
- **卖方债转股后再转股**：即由卖方或其关联方先将其对标的企业的往来款转为对标的企业的增资款，完成增资后再将该等股权转让给买方。这种方式应关注原始债权的真实性核查以及债转股的程序，以避免债转股存在瑕疵或卖方出资不实的问题。

三

并购交易中的债务与交易价格及其调整机制

并购交易中，标的企业的债务及其处理与交易价格的确定和价格调整机制有着密切的关系。

国际上许多并购交易在标的企业“无现金、无负债”（cash-free and debt-free）的假定基础上，即基于企业价值确定标的股权的初始价格，交割时标的企业的现金将由卖方保有，负债亦由卖方承担，在实操处理上，通常会基于交割日的现金、负债情况对初始价格进行调整。这里的负债包括典型的银行贷款，以及应缴税款、客户预付款等类负债事项，但不包括与日常经营相关的流动负债。为避免卖方在交割前不当地做多现金（比如通过延期支付部分日常运营中的流动负债），“无现金、无负债”基础上的价格确定方式往往同时伴有维持标的企业正常水平的运营资金的要求，如果交割时的运营资金偏离标准（如定价基准日的运营资金），则需要对最终的交易价格做出调整。

上述基于交割日的运营资金的调整，是典型的交割账目机制（completion accounts）。在交割账目机制下，交易最终价格受制于交割日的财务状况，通常只能在交割后的一段时间内才能完全确定，并可能导致交易双方在最终价格的确定上产生分歧，与之不同的另一种常见价格确定方式锁箱机制（locked box），则依赖签约前的标的企业财务数据，降低截至交割日的财务状况的变化给交易价格的确定带来的不确定性。二者在估值方式上可能并无区别，核心

差异是选取的价格确定基准日，本质是经济利益风险在何时进行转移。

锁箱机制并非意味着交易价格在交易文件中可以最终确定，买方通常要求如果在交割前出现“漏损(leakage)”，则交易价格需要相应调减。一般而言，已向买方披露的或符合过往实践的新增债务并非漏损事项，但正常经营范围外的新增负债（特别是对卖方、管理层的负债）和其他对卖方的支付可能构成漏损，或者因违反交易文件的过渡期承诺而构成一项潜在赔偿责任。

交易价格的确定和调整机制是一个复杂的议题，存在明显的地域和行业特征，境内交易中也缺乏惯例指导，我们期待后续进行专题评述。

结语

并购交易涉及的债务问题复杂多样，关系多方权益，需要根据债务性质、债权人诉求和买卖双方的商业利益，探寻最佳方案予以化解，确保交易顺利推进。本篇小文试图初探并购交易中债务处理的一般原则和常见方式、典型债务的实务处理以及债务与价格调整机制的关系，以期为并购当事人在处理标的企业的债务问题上提供思路。

2022-06-14